

УДК 005.35:339.747 (430)

Маркус Стигльбауэр (Германия)

## Выбор механизмов корпоративного управления в финансовом секторе Германии и финансовый кризис

### Аннотация

Корпоративное управление является одной из наиболее обсуждаемых тем в последние годы. В особенности, роль финансового сектора во время недавнего финансового и экономического кризиса привела к значительной потере доверия к нему и началу поиска путей реформирования финансового сектора и его корпоративного управления. Недостатки корпоративного управления приведшие к кризису доверия не являются сугубо американскими, как можно подумать видя явные примеры, такие как Lehman Brothers или Bear Stearns. Недостатки корпоративного управления в Германии также внесли свой вклад в кризис. В данной статье автор приводит примеры таких недостатков, изучая самые крупные компании в финансовом секторе Германии, которые зарегистрированы на Фондовой бирже Франкфурта. Также изучает проблемы выполнения норм Кодекса корпоративного управления Германии главным образом в области сотрудничества и согласованности действий между органами управления компаний и их наблюдательными советами (одна из основных особенностей двух-уровневой системы управления в Германии).

**Ключевые слова:** корпоративное управление, функционирование, финансовый сектор, финансовый кризис.

### Введение

После десятилетия экономического процветания, с конца 2007 года Германия, как и многие другие страны, пережила кризис, который никто не ожидал в таком объеме. Экономический кризис, начавшийся в 2008 году и усугубившийся в 2009 году, поставил под вопрос многие из прежних концепций и теорий об эффективном корпоративном управлении. После нашумевших скандалов с такими компаниями как Enron и WorldCom финансовый кризис выявил серьезные недостатки корпоративного управления. В особенности, критике подвергся финансовый сектор. Только вмешательство на высшем политическом уровне смогло спасти от краха Hypo Real Estate, IKB Deutsche Industriebank AG и ряд других компаний Германии зависимых от этих двух банков. Два года спустя ученые, политики и регуляторы все еще пытаются определить будущее финансового сектора. Влияние финансового кризиса на принятие решений относительно корпоративного управления подытожил Алан Гринспэн во время слушаний в Конгрессе США: “Я допустил ошибку, полагая, что собственные интересы организаций, особенно банков, были лучшей защитой их акционеров и активов” (Гринспэн, 2008, р. 33).

Реакция на кризис характеризовалась повсеместными призывами к ужесточению регулирования сектора финансовых услуг. В особенности, реструктуризации и ужесточению подвергся банковский надзор. Разработчики политики корпоративного управления не могут оставаться в стороне от дебатов, где затрагиваются вопросы относительно роли обязательных требований корпоративного

управления и их выполнения, а также использования гибких инструментов. При рассмотрении вопросов корпоративного управления необходимо рассматривать их в целостности, поскольку банки существенно не отличаются от других компаний, что касается корпоративного управления. Изучение будущего корпоративного управления в рамках финансового сектора сложная задача, особенно сейчас, когда нельзя быть уверенным, закончился ли кризис полностью и преодолели ли его банки и финансовая система (Чембэрс, 2009). Недавние примеры, когда Commerzbank AG со значительными связями в финансовом секторе Германии потерял 4.5 миллиарда евро в 2009 году, а самая крупная страховая компания Европы, Allianz SE, владеет десятью процентами Commerzbank AG, должны нас насторожить.

Данная статья рассматривает вопрос, могли ли недостатки корпоративного управления быть обнаружены еще до финансового кризиса. Во-первых, рассматривая крупнейшие компании финансового сектора Германии, мы стараемся проанализировать, в каких из них корпоративное управление находится на должном уровне, а в каких оно неадекватно. Во-вторых, мы стараемся найти новые перспективы реформирования системы корпоративного управления в Германии и дать рекомендации относительно глобального развития корпоративного управления.

### 1. Корпоративное управление Германии

Что касается нормативной базы в Германии и других странах, то здесь имеет место определенная конкуренция. Эта конкуренция проявляется в сравнениях с США. Зная о строгой системе контроля за деятельностью финансовых компаний вводимой в Америке Комиссией

по ценным бумагам и биржам, и строгих законах, которые регулируют деятельность рынков капитала, все больше участников рынка в Германии требуют разработки нового Кодекса корпоративного управления Германии. Тем временем, скандальные банкротства таких американских компаний как Enron, Xerox и MCI WorldCom привели к ужесточению нормативно-правовой базы компаний зарегистрированных на фондовой бирже (например, так называемый закон Сарбенса-Оксли, принятый Конгрессом в июле 2002 года). Германия приняла Кодекс корпоративного управления в 2003 году – одной из последних среди развитых стран. Кодекс предоставляет рекомендации и предложения компаниям относительно хорошего и ответственного корпоративного управления. Что касается рекомендаций, то немецкие компании должны ежегодно давать отчет о том, придерживаются ли они их или нет (§ 161 Закона о корпорациях Германии). Они не обязаны пояснять, почему они не придерживаются отдельных рекомендаций. Этот принцип основан на предположении, что рынок сам должен способствовать выполнению кодекса и эффективно регулировать распределение капитала в соответствии со своим пониманием качества управления. В этой связи рынок капитала выполняет две функции: 1) оценка возможных отклонений; и 2) обеспечение соблюдения. В конце концов, банки сами напрямую заинтересованы оценивать важность отклонений (Сейдл и др., 2009). Поэтому, многие политики все еще полагают, что те компании, которые не соблюдают кодекс, будут наказаны самим рынком (Кроммэ, 2002). Тем временем, ряд эмпирических исследований связывали соблюдение предписаний кодекса с устойчивым функционированием компаний, что давало неоднородные результаты. Кодекс корпоративного управления рассматривается и, если нужно, обновляется каждый год специальной комиссией. При этом учитываются немецкий и международный опыт, правовые нормы и состояние на данный момент. Целью кодекса является повышение доверия инвесторов к корпоративному управлению немецких компаний и улучшение защиты инвесторов. Он рассматривает вопросы связанные с критикой корпоративной структуры в Германии, включая недостаточный уровень прозрачности корпоративного управления и защиты интересов акционеров, а также независимости аудиторов и наблюдательных советов.

Помимо соблюдения норм кодекса компании должны также решать вопросы корпоративного управления, которые специально не регламенти-

рованы кодексом: рынки капитала должны распознавать уровень корпоративного управления компаний. Недостаточная прозрачность явилась основной причиной финансового кризиса (Хелвиг, 2009). Несмотря на то, что теоретические предположения относительно роли корпоративного управления были подтверждены исследованиями международных специалистов (Хаат и др., 2008), в Германии не было проведено почти никаких эмпирических исследований на эту тему. В своей статье мы постараемся дать ответ на вопрос, является ли прозрачность корпоративного управления фондового рынка Германии такой же важной как для рынков США и Великобритании (Нетер и др., 2009). Возрастающая глобальная конвергенция систем управления могут привести к росту прозрачности немецких корпораций и, соответственно, к их успеху.

## 2. Методы

**2.1. Сбор данных.** В нашей выборке представлены 25 крупнейших немецких компаний зарегистрированных на фондовой бирже Франкфурта в 2007 году по индексам DAX, MDAX, SDAX (таблица 1).

Таблица 1. Выборка

DAX	MDAX	SDAX
Allianz SE	Aareal Bank AG	Colonia Real Estate AG
Commerzbank AG	AMB Generali Holding AG	Comdirect Bank AG
Deutsche Bank AG	AWD Holding AG	Deutsche Wohnen AG
Deutsche Börse AG	Deutsche EuroShop AG	DIC Asset AG
Deutsche Postbank AG	Hannover Rück AG	Grenkeleasing AG
Hypo Real Estate Holding AG	IVG Immobilien AG	HCI Capital AG
Münchener Rück AG	MLP AG	Indus Holding AG
		Interhyp AG
		MPC AG
		TAG Immobilien AG
		Vivacon AG

Компании представленные по этим индексам отвечают самым высоким стандартам прозрачности. Исследование этих компаний может быть сигналом для других (финансовых) корпораций Германии, поскольку они наиболее привлекательны для инвесторов. Поэтому наша выборка очень ценна с точки зрения исследователя. Мы подсчитаем величину корпоративного управления в соответствии с соблюдением требований Кодекса корпоративного управления. Для этого мы используем 94 критерия. Мы также используем 38 критериев для оценки прозрачности опубликованные в журнале *Corporate Ownership & Control* (таблица 2).

Таблица 2. Основные категории прозрачности и соответствия кодексу

Соответствие кодексу (GCGC 2006)			Прозрачность		
№.	Категория	Критерий	№.	Категория	Критерий
1	Общее собрание акционеров	8	1	Соблюдение норм Кодекса	7
2	Сотрудничество между органом управления и наблюдательным советом	8	2	Отчетность по корпоративному управлению	5
3	Управляющий совет	17	3	Интернет отчетность по корпоративному управлению	8
4	Наблюдательный совет	38	4	Система компенсации	8
5	Прозрачность	10	5	Качество, независимость и добросовестность совета	6
6	Аудит финансовых отчетов	13	6	Выполнение Кодекса отдельными фирмами	4
Σ		94	Σ		38

Мы анализируем все имеющиеся данные с точки зрения информированного инвестора: годовые отчеты, отчеты о соблюдении правил и норм, протоколы собраний акционеров, правила внутреннего распорядка и веб-сайты компаний. Мы также собираем данные о показателях оценивания. Источники данных: Thomson Financial Datastream, Worldscope, Deutsche Börse Group, the German Federal Financial Supervisory Authority (BaFin), годовые отчеты, балансовые отчеты, отчеты о прибылях и убытках компаний.

**2.2. Моделирование.** Единой модели включающей в себя механизмы корпоративного управления и переменные показателей не существует. Также имеются разногласия относительно правильности существующих механизмов управле-

ния (Шляйфе и Вишну, 1997, с. 737). Поэтому, модели управления должны быть разработаны на основе эмпирических данных. Прежде всего, мы определим, какие переменные должны быть эндогенными: мы подсчитываем пять переменных показателей деятельности фирмы (таблица 3), включая фондорентабельность и прибыль на акционерный капитал (ROA, ROE), два гибридных показателя коэффициента котировки акций и коэффициента Тобина (MTB и Q) и показатель общей акционерной отдачи (TSR)<sup>1</sup>. Кроме того, мы подсчитываем регулируемые переменные как совокупность механизмов управления. Эти механизмы регулярно рассматриваются в сравнительных исследованиях корпоративного управления (напр., Басен и др., 2006).

Таблица 3. Список переменных

ROE	Фондорентабельность
ROA	Прибыль на акционерный капитал
Q	Коэффициент Тобина
MTB	Коэффициент котировки акций
TSR	Общая акционерная отдача
C	Соблюдение правил Кодекса корпоративного управления (версия 2006 года)
TD	Информационная прозрачность
SIZE	Рыночная капитализация (млн. €)
VOLA	Изменчивость (252 операционных дней)
FREEFLOAT	Коэффициент Freefloat
CLOSEHELD	Акции находящиеся в руках ограниченного числа лиц
GROWTH	Рост продаж (2007/2006)
DEBT	Долг
RD	Технологическая емкость торговли (тыс. €)
BDSIZE	Размер органа управления
BANKS	Банковский сектор
FINANCIAL SERVICES	Сектор финансовых услуг

Модели 1-5 рассматривают размер. Брейлсфорд и О'Браен (2008) показывают, что компании с невысоким уровнем капитализации имеют более высокую маржу, чем было предсказано моделью оценки долгосрочных активов. Диас и Анчес (2008) утверждают, что небольшие компании более эффективны и менее бюрократичны в

использовании ресурсов. Поэтому, размер компании может также влиять на результаты ее деятельности. А крупные компании пользуются

<sup>1</sup> В эмпирических исследованиях часто рассчитывают показатели оценки, в результате чего возникают проблемы в интерпретации других результатов.

эффектом масштаба и влиянием на рынке, имея более высокую финансовую эффективность (Грент и Дрю, 1988). Структура собственности имеет неопределенное влияние на функционирование рынка капитала. Концентрация собственности представляет силу, которая может быть использована в пользу или против решений управляющего руководства. Поэтому низкий коэффициент FREEFLOAT может отрицательно повлиять на деятельность фирмы в случае затяжного конфликта между управляющими фирмы и ее акционерами. Этот аргумент часто приводится институциональными инвесторами, которые работают на краткосрочную перспективу, что приводит к конфликтам с долгосрочными целями компаний (Ингли и Волт, 2004).

Также, RD и BDSIZE<sup>1</sup> интегрированы в модели (1) и (2). Невозможно точно определить оптимальный уровень долга и сделать вывод о его влиянии на финансовую стабильность компании. Обычно, задолженность повышает прибыльность, но и увеличивает риски со следующими возможными последствиями: либо прибыльность инвестиций снижается, либо проценты на инвестиции резко растут. Исходя из данного предположения фондорентабельность (ROE) может быть ниже чем прибыль на акционерный капитал (ROA): это может привести к снижению стоимости акционерного капитала. Технологическая емкость торговли (исследования и разработка (RD)) обычно увеличивает результаты деятельности (О'Махони и Веччи, 2009). Компании выделяют средства на исследования и разработку для повышения своей конкурентоспособности и прибыли на инвестиции (Хешмати и Луф, 2008). Однако, на эти решения часто влияет оппортунистическое поведение менеджеров (проблема горизонта). Менеджеры могут склоняться к проектам, которые повышают краткосрочные прибыли для увеличения своих собственных доходов (Калита, 2009). Что касается размера органа управления BDSIZE, то небольшие органы управления могут ощущать недостаток точности в принятии решений из-за недостаточной компетентности (Томсен, 2008). С другой стороны, большим управленческим органам может нехватать консенсуса из-за раз-

личия во мнениях и недостатка координации в принятии решений и их последующего мониторинга (Айзенберг и др., 1998). Модели (3) и (5) рассматривают рост продаж GROWTH, который может положительно влиять на будущие ожидания инвесторов (Ермак, 1996). Мы включаем банковский сектор и сектор финансовых услуг (BANKS и FINANCIAL SERVICES) в модели с (1) до (5). В экономической литературе часто рассматривается вопрос: можно ли результативность деятельности компании объяснить единими эталонами для данной отрасли (Олсон и Ютнер-Наурот, 2005). Соответственно, инвесторы, работающие на долгосрочной основе, не принимают во внимание ситуацию в отрасли. Однако, структурные различия между отраслями и их влияние на деятельность компаний нельзя игнорировать ни теоретически (Портер, 1979) ни эмпирически (Педерсен и Томсен, 1998). Мы предполагаем, что знание пропорции между акционерным капиталом и обязательствами DEBT важно для рынков капитала и может повлиять на оценку акций (Халл, 1999). Долг может заставить руководство повысить эффективность работы, поскольку обслуживание кредиторов уменьшает поток денежных средств, которыми руководство не может воспользоваться для будущих проектов (Дженсен, 1986). Высокий уровень задолженности может приводить к росту агентских издержек, так как интересы акционеров и кредиторов могут сильно отличаться (Маерс, 1977): обслуживание кредиторов понижает пропорцию, которая может быть использована для выплаты дивидендов акционерам. Кроме того, слабые потоки денежных средств снижают возможности будущих проектов и рост денежных потоков в будущем. Технологическая емкость проектов (исследования и разработка (RD)) интегрирована в модели с (3) по (5) из-за повышенной чувствительности денежных потоков к инвестициям в исследования и разработки (Браун и Петерсен, 2009). Модели с (3) по (5) рассматривают прибыль на акционерный капитал (ROA) и фондорентабельность (ROE) поскольку операционная деятельность была решающим фактором для стоимости фирмы (Решрайтер, 2009). Рынки капитала требуют компенсации для факторов риска (Бае и др., 2006); как плохие, так и хорошие новости указывают на увеличение изменчивости и повышая премию за риск (Пиндык, 1984). Чтобы избежать перекосов из-за ожидаемой асимметрии рыночной капитализации (SIZE) и долга (DEBT) мы подсчитаем их как натуральный логарифм.

### 3. Анализ и результаты

Таблица 4 содержит описательную статистику изучаемых переменных. Соблюдение Кодекса корпоративного управления Германии и норм прозрачности указывают на небольшие расхо-

<sup>1</sup> Определяют два отдельных органа управления в двойственной системе управления Германии. Первый – исполнительный орган под названием Орган Управления (на немецком “Vorstand”), который сравнивают с англо-американской управленческой командой. Второй – это “Контрольный орган” (на немецком “Aufsichtsrat”), который частично играет роль советника, но главным заданием которого, есть назначение и увольнение членов Органа Управления и контроль их работы. Такая структура способствует проверке возможных эффектов размера Контрольного органа как отдельного механизма управления. Мы не считаем это приемлемым, поскольку размер Контрольного органа, в основном, определяется правовыми нормами с целью получения конкурентных преимуществ (Грант, 1998).

ждения. Это может привести к невыявлению значительного влияния обоих переменных на деятельность фирмы. Можно проследить коэффициент задолженности в финансовом секторе Германии, который является выше среднего (Греф и Стигльбауер, 2009), и большой диапазон в размере фирм. Предложенные модели были тестированы с использованием аналитического программного обеспечения SPSS 17.0 для оценки параметра наименьших квадратов. Была проведена оценка OLS давшая модели, которые очень хорошо распределяли данные, несмотря на то, что у них не было много переменных. Однако, последнее можно

использовать для дополнительного исследования моделей корпоративного управления для того, чтобы объяснить изменчивость результатов деятельности фирмы через механизмы корпоративного управления и тем самым лучше управлять комплексными вопросами корпоративного управления. Чтобы изучить вопрос мультиколлинеарности подсчитаем факторы, увеличивающие дисперсию (VIFs) для всех переменных. Все факторы имели минимум 2.213 для банковского сектора (BANKS) и максимум 8.103 для коэффициента FREEFLOAT. Поэтому, никаких действий направленных против мультиколлинеарности не требуется (Коэн, 2003).

Таблица 4. Характеристика выборки

	N	Диапазон	Минимум	Максимум	Среднее значение	Стандартное отклонение	Дисперсия
ROE	25	0.450	0,040	0.490	0.204	0.106	0,011
ROA	25	0,250	0.000	0.250	0.060	0.063	0.004
Q	25	3.550	0.890	4.440	1.472	0.919	0.845
MTB	25	9.400	0.690	10.090	2.604	2.550	6.503
TSR	25	0.680	-0.540	0.140	-0.154	0.183	0.033
C	25	0.319	0.681	1.000	0.832	0.100	0.010
TD	25	0.447	0.421	0.868	0.661	0.106	0.011
SIZE	25	66386.710	212.980	66599.690	9062.004	1.672E4	2.796E8
VOLA	25	0.452	0.095	0.547	0.287	0.105	0.011
GROWTH	25	1.290	-0.160	1.130	0.207	0.318	0.101
CLOSEHELD	25	0.851	0.000	0.851	0.271	0.251	0.063
FREEFLOAT	25	0.850	0.150	1.000	0.711	0.230	0.053
DEBT	25	51.350	0.170	51.520	13.175	16.094	259.029
BDSIZE	25	9.000	2.000	11.000	4.640	2.498	6.240
RD	25	86200.000	0.000	86200.000	4060.920	17281.871	2.987E8
BANKS	05						
FINANCIAL SERVICES	16						
Действ. N (по списку)	25						

Модели (1) и (2) подтверждают значительное положительное влияние соблюдения правил Кодекса корпоративного управления (C) на прибыль на акционерный капитал (ROE) и фондорентабельность (ROA). В моделях (3) и (4), показатель C имеет незначительное положительное влияние на коэффициент Тобина (Q) и коэффициент котировки акций (MTB). Рассматривая влияние информационной прозрачности (TD) на показатели деятельности фирмы мы обнаруживаем небольшое негативное влияние информационной прозрачности (TD) на прибыль с акционерного капитала (ROE) и значительное положительное влияние на общую акционерную отдачу (TSR). В модели (3) фондорентабельность

(ROA) и изменчивость (VOLA) имеют значительное положительное влияние на коэффициент Тобина. Изучая влияние структуры собственности, мы обнаруживаем значительное позитивное влияние акций находящихся в руках ограниченного числа лиц (CLOSEHELD) на общую акционерную отдачу (TSR) в модели (5). Коэффициент FREEFLOAT не является четким предсказателем успеха компаний. Рост продаж (GROWTH) существенно снижает прибыль на акционерный капитал (ROE), а исследования и разработки (R&D) увеличивают прибыль на акционерный капитал (ROE). Долг (LnDEBT) оказывает сильное отрицательное воздействие на фондорентабельность (ROA).



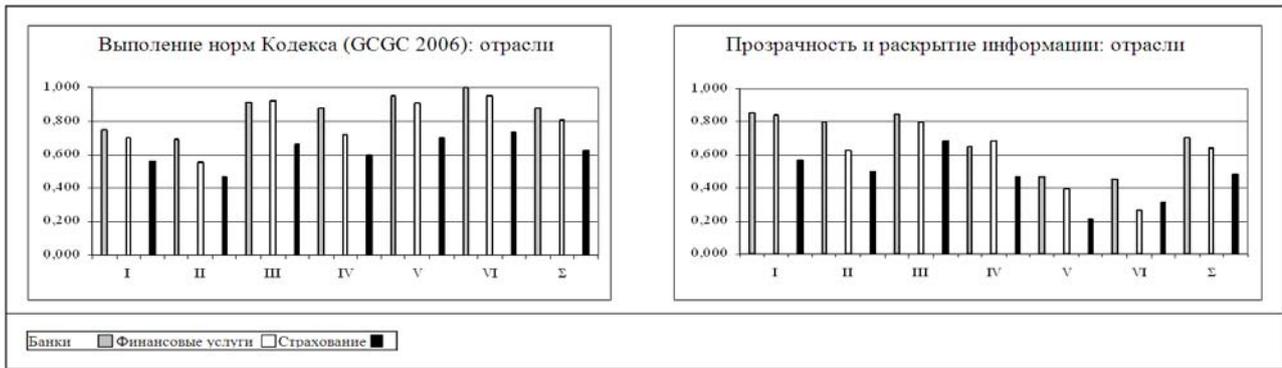


Рис. 2. Выполнение норм Кодекса корпоративного управления и прозрачности по основным категориям и отраслям экономики

**Выводы**

Во-первых, выполнение норм Кодекса корпоративного управления Германии повышает цену финансового сектора Германии. Это значит, что игроки на рынке капитала могут повлиять на компании, а именно, чтобы те выполняли нормы Кодекса. Еще более примечательным является факт, что следование нормам кодекса улучшает прибыль на

акционерный капитал (ROE) и фондорентабельность (ROA). Во-вторых, компании, которые решили свои агентские проблемы лучше других, значительно повышают уровень своей прозрачности в контексте корпоративного управления (Аксу и Коседаг, 2006). Мы иллюстрируем только те механизмы, которые подтвердились эмпирически для финансового сектора Германии (рисунок 3).

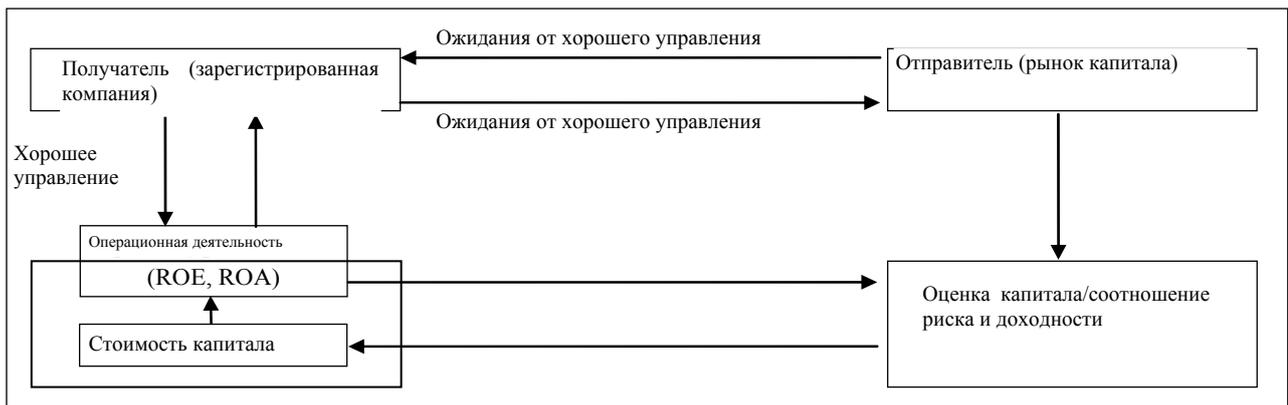


Рис. 3. Механизмы хорошего корпоративного управления и отчетности

Однако, мы выявили ряд недостатков в выполнении Кодекса и прозрачности корпоративного управления. Слабая согласованность в работе органов управления и наблюдательного совета представляет проблему, поскольку тесная взаимосвязь между ними лежит в основе немецкой системы корпоративного управления (структура двухуровневого органа управления). Это может стать также и негативным сигналом для международных инвесторов по отношению к немецким корпорациям, подтверждая их опасения к системе корпоративного управления Германии. Это может привести к проблемам связанным с вопросом прозрачности и открытости корпоративного управления, особенно в вопросах оплаты (категория 4), так как органы управления компаний были напрямую ответственны за резкое повышение вознаграждения высших менеджеров до и после финансового кризиса, которое часто не было связано с ростом показателей деятельности компаний (Бибчук и Фриед, 2006). В этой связи правительство Германии приняло два

закона. Первый закон был принят в 2006 году. Он называется Закон об открытости информации относительно оплаты членов правления компаний (Act Regarding the Disclosure of Management Board's Remuneration (VorstOG)), основной задачей которого является быть стимулом для разумного вознаграждения работы менеджеров. Вопреки всем ожиданиям, заработная плата руководящих работников выровнялась и выросла. Основным аргументом этого является факт, что нет возможности оценить работу отдельного члена руководящего органа. Затем, в 2009 году правительством Германии был принят Закон о правомерности вознаграждения представителей руководящего органа Act Regarding the Appropriateness of Management

<sup>1</sup> Негативное, но не значительное влияние показателя TD на ROE и ROA можно объяснить за счет потери конкурентных преимуществ. Компании, таким образом, должны пойти на компромисс в вопросе ставок процента на рынке капитала и требовать полного раскрытия информации (Майнгот и Цегаль, 2008).

Board's Remuneration (VorstAG), главная цель которого – связать вознаграждение менеджеров с данными оценки показателей компании за несколько лет.

Более того, с целью повышения уровня квалификации и профессионализма членов управляющих советов, комиссия ответственная за составление Кодекса корпоративного управления включила этот вопрос в свои основные задачи на 2010 год. Сюда относится увеличение числа женщин и национальных меньшинств в управляющих советах, а также проведение обучающих курсов для членов советов. Такие курсы могут дать необходимые теоретические и практические знания, особенно в области правовых принципов управления компанией, финансового учета и контроля за рисками, а также прав и обязанностей менеджеров в соответствии с Законом о корпорациях Германии – German Corporation Act (§ 107 AktG) и Кодексом корпоративного управления. Обучение может также охватывать вопросы работы комитетов, механизмов отчетности и контроля, а также предоставления практической информации о работе наблюдательных советов и решения с ними возможных спорных ситуаций. В 2009 году Германия приняла акт о усовершенствовании закона о бухгалтерском учете (Accounting Law Modernization Act (BilMoG)). Несколько изменений в нем касались и корпоративного управления. Помимо обязанностей и уровня квалификации наблюдательных советов этот акт рассматривает формирование аудиторского комитета (§ 324 и 264d Коммерческого кодекса Германии) и его обязанности по надзору за процессом аудита, эффективностью процессов внутреннего контроля и аудита (§ 289, 315 HGB); также он оказывает давление на компании зарегистрированные на рынке, информируя акционеров и пайщиков об актуальных вопросах корпоративного управления через Декларацию корпоративного управления (Declaration on Corporate Governance (§ 289a HGB)). Данная декларация может быть стандартным инструментом для отчета компаний о своей практике корпоративного управления и источником сравнения корпоративного управления в разных компаниях для инвесторов.

Наконец, мы можем рассмотреть влияние структуры собственности и долга. Отрицательное влияние коэффициента Freefloat и коэффициента котировки акций подтверждают предположение Шляйфе и Вишну (1986); freefloat увеличивает расходы связанные с мониторингом, что снижает оценочную стоимость компании. Этот отрицательный эффект может препятствовать крупным инвестициям в такие компании. С другой стороны, мы можем подтвердить предположение Гончарова (2006) о том, что корпоративное управление Германии движется от традиционной системы с преоблада-

нием банковского сектора к системе основанной на рынке. Что касается положительного влияния коэффициента freefloat на акционерный капитал (ROE) и фондорентабельность (ROA), то мы можем опровергнуть Хакерталя (2005) о том, что рынок капитала Германии не играет дисциплинирующую роль. Что касается положительного влияния акций находящихся в руках ограниченного числа лиц на фондорентабельность, то мы можем обнаружить снижение агентских издержек из-за дисциплинирующей роли данной структуры собственности (Даймонд и Верречия, 1982); чем больше пропорция акций в руках руководства, тем сильнее стимул работать эффективно, поскольку решения напрямую касаются финансового благополучия управляющих компании. В финансовом секторе Германии, акционеры со стороны, несмотря на свой слабый контроль, выигрывают от того, что руководство компании имеет большую долю акций, что подтверждает аналогичные результаты для компаний США (Фаленбрах и Штульц (2009)). Высокие долги могут заставить менеджеров работать исключительно в интересах акционеров и упускать проекты, которые могли бы дать значительный приток капитала Маерс (1977). Этот феномен может объяснить отрицательное влияние долга на акционерный капитал (ROE) и фондорентабельность (ROA): высокий уровень долга заставляет управляющих направлять финансовые потоки для текущих платежей, что приводит к потере капитала и повышенному риску неликвидности. Ипотечный кризис показал, как экономика Германии может пострадать от рискованной политики фирмы (Hypo Real Estate, IKB, Commerzbank). Немецкое правительство отреагировало немедленно, проведя денежное вливание и предоставив гарантии пострадавшим компаниям на сумму в 400 миллиардов евро.

### Недостатки

Данное исследование содержит ряд недостатков, начиная с нашей выборки. Включение в выборку большего числа корпораций финансового сектора Германии сделало бы исследование более представительным. Кроме того, в статье представлены данные за один год до ипотечного кризиса. Возможно, что анализ за несколько лет изменил бы наши результаты. Однако, другие проведенные исследования на эту тему (Блек, 2006) подтверждают правильность нашего подхода изучать корпоративное управление, используя данные за один год, так как со временем значительных изменений в корпоративном управлении не происходит. Недостаток данного исследования заключается также в том, что заявленное выполнение кодекса корпоративного управления не является тождественным реальному следованию предписаниям кодекса.

Существует только одна возможность проверки правильности отчетности компаний о выполнении норм Кодекса корпоративного управления. Возможность того, что управляющие будут наказаны из-за дачи преднамеренно ложной отчетности,

очень невелика в правовой системе Германии. Еще одним ограничением являются показатели прозрачности и открытости в нашей оценочной таблице. Возможно, другие исследователи, аналитики и инвесторы используют другие показатели.

### Список использованной литературы

1. Aksu, M., A. Kosedag. Transparency and disclosure scores and their determinants in the Istanbul Stock Exchange // *Corporate Governance: An International Review*, 2006, Vol. 14 (4), pp. 277-296.
2. Bae, K.H., C. Lim, K.C.J. Wei. Corporate governance and conditional skewness in the world's stock markets // *Journal of Business*, 2006, Vol. 79 (6), pp. 2999-3028.
3. Baysinger, B.D., H.N. Butler. Corporate governance and the board of directors // *Journal of Law, Economics and Organization*, 1985, Vol. 1 (1), pp. 101-124.
4. Bassen, A., M. Kleinschmidt, S. Prigge, C. Zöllner. Deutscher Corporate Governance Kodex und Unternehmenserfolg // *Die Betriebswirtschaft*, 2006, Vol. 66 (4), pp. 375-401.
5. Bassen, A., S. Prigge, C. Zöllner. Behind broad corporate governance aggregates // *Corporate Ownership & Control*, 2009, Vol. 6 (3), pp. 388-406.
6. Bebchuk, L.A., J. Fried. Pay without Performance: Overview of the Issues // *CFA Digest*, 2006, Vol. 36 (2), pp. 29-31.
7. Black, B., H. Jang, W. Kim. Predicting firms' corporate governance choices // *Journal of Corporate Finance*, 2006, Vol. 12 (3), pp. 660-691.
8. Brailsford, T., M.A. O'Brien. Disentangling size from momentum in Australian stock returns // *Australian Journal of Management*, 2008, Vol. 32 (3), pp. 463-484.
9. Brown, J.L., B.C. Petersen. Why has the investment-cash flow sensitivity declined so sharply? // *Journal of Banking & Finance*, 2009, Vol. 33 (5), pp. 971-948.
10. Chambers, C. Another Day Another Culprit // *Business Law Review*, 2009, Vol. 30 (12), pp. 264-269.
11. Cohen, J. Applied multiple regression/correlation analysis for the behavioral sciences, 3<sup>rd</sup> ed., Mahwah/NJ et al., Erlbaum, 2003.
12. Cromme, G. Wer den Kodex nicht einhält, den bestraft der Kapitalmarkt // *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 2002, December 19, p. 13.
13. Diamond, D.W., R.E. Verrecchia. Optimal managerial contracts and equilibrium security prices // *Journal of Finance*, 1982, Vol. 37 (2), pp. 275-287.
14. Diaz, M.A., R. Sanchez. Firm size and productivity in Spain // *Small Business Economics*, 2008, Vol. 30 (3), pp. 315-323.
15. Eisenberg, T., S. Sundgren, M.T. Wells. Larger board size and decreasing firm value in small firms // *Journal of Financial Economics*, 1998, Vol. 48 (1), pp. 35-54.
16. Fahlenbrach, R., R.M. Stulz. Managerial ownership dynamics and firm value // *Journal of Financial Economics*, 2009, Vol. 92 (3), pp. 342-361.
17. Fairfield, P.M., S. Ramnath, T.L. Yohn. Do industry-level analyses improve forecasts of financial performance? // *Journal of Accounting Research*, 2009, Vol. 47 (1), pp. 147-178.
18. German Code Commission. Qualification of Supervisory Boards, Berlin, Code Commission, 2010.
19. Graf, A., M. Stiglbauer. Measuring corporate governance in Germany // *Corporate Ownership & Control*, 2008a, Vol. 6 (2), pp. 456-466.
20. Graf, A., M. Stiglbauer. Corporate Governance und Erwartungsmanagement // *Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis*, Vol. 60 (6), pp. 598-619.
21. Graf, A., M. Stiglbauer. Board size and firm operating performance: evidence from Germany // *Corporate Board: Role, Duties & Composition*, 2009, Vol. 5 (1), pp. 37-46.
22. Grant, R.M. Contemporary strategy analysis, 3<sup>rd</sup> ed., Malden/MA, Blackwell Publishing, 1998.
23. Grant, R.M., A.P. Jammine, H. Thomas. Diversity, diversification, and profitability among British manufacturing companies 1972-84 // *Academy of Management Journal*, 1988, Vol. 31 (4), pp. 771-801.
24. Greenspan, A. Hearing by the Congressional Committee for Oversight and Government Reform on the Role of Federal Regulators in the Financial Crisis, Preliminary hearing transcript, Washington, October 23, 2008.
25. Goncharov, I., J.R. Werner, J. Zimmermann. Does compliance with the German Corporate Governance Code have an impact on stock valuation? // *Corporate Governance: An International Review*, 2006, Vol. 14 (5), pp. 432-445.
26. Haat, M.H.C., R.A. Rahman, S. Mahenthiran. Corporate governance, transparency and performance of Malaysian companies // *Managerial Auditing Journal*, 2008, Vol. 23 (8), pp. 744-778.
27. Hackethal, A., R.H. Schmidt, M. Tyrell. Banks and German corporate governance // *Corporate Governance: An International Review*, 2005, Vol. 13 (3), pp. 397-407.
28. Hellwig, M. Systemic Risk in the Financial Sector // *De Economist*, 2009, Vol. 157 (2), pp. 129-207.
29. Heshmati, A., H. Lööf. Investment and performance of firms // *Corporate Ownership & Control*, 2008, Vol. 6 (2), pp. 268-282.
30. Hull, R.M. Leverage ratios, industry norms, and stock price reaction // *Financial Management*, 1999, Vol. 28 (2), pp. 32-45.

31. Ingley, C.B., N.T. Walt. Corporate governance, institutional investors and conflicts of interest // *Corporate Governance: An International Review*, 2004, Vol. 12 (4), pp. 534-551.
32. Jensen, M.C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers // *American Economic Review*, 1986, Vol. 76 (2), pp. 323-329.
33. Kalyta, P. Compensation transparency and managerial opportunism // *Strategic Management Journal*, 2009, Vol. 30 (4), pp. 405-423.
34. Maingot, M., D. Zeghal. An analysis of corporate governance information disclosure by Canadian banks // *Corporate Ownership & Control*, 2008, Vol. 5 (2), pp. 225-236.
35. Müller, K.P. Ich räume ein, dass wir zu oft geschwiegen haben // *Handelsblatt*, 2009, November 16, pp. 4-5.
36. Myers, S.C. Determinants of corporate borrowing // *Journal of Financial Economics*, 1977, Vol. 5 (2), pp. 147-175.
37. Myers, S.C. The capital structure puzzle // *Journal of Finance*, 1984, Vol. 39 (3), pp. 575-592.
38. Netter, J., A. Poulsen, M. Stegemoller. The rise of corporate governance in corporate control research // *Journal of Corporate Finance*, 2009, Vol. 15 (1), pp. 1-9.
39. O'Brien, R.M. A Caution Regarding Rules of Thumb for Variance Inflation Factors // *Quality and Quantity*, 2007, Vol. 41 (5), pp. 673-690.
40. OECD. Corporate Governance and the Financial Crisis, OECD, Paris, 2009.
41. Ohlson, J.A., B.E. Juettner-Nauroth. Expected EPS and EPS growth as determinants of value // *Review of Accounting Studies*, 2005, Vol. 10 (2-3), pp. 349-365.
42. O'Mahoney, M., M. Vecchi. R&D, knowledge spillovers and company productivity performance // *Research Policy*, 2009, Vol. 38 (1), pp. 35-44.
43. Pedersen, T., S. Thomsen. Industry and ownership structure // *International Review of Law and Economics*, 1998, Vol. 18 (4), pp. 385-402.
44. Pindyck, R.S. Risk, inflation and the stock market // *American Economic Review*, 1984, Vol. 74 (3), pp. 335-351.
45. Porter, M.E. The structure within industries and companies' performance // *Review of Economics and Statistics*, 1979, Vol. 61 (2), pp. 214-227.
46. Reschreiter, A. Extreme equity valuation ratios and stock market investments // *Applied Financial Economics*, 2009, Vol. 19 (6), pp. 433-438.
47. Sanio, J. BaFin-Präsident fordert größtmögliche Eigenkapitalstärke für Banken, Speech by the president of the German Federal Financial Supervisory Authority (BaFin), Bonn, May 19, 2009.
48. Seidl, D., P. Sanderson, J. Roberts. Applying 'comply-or-explain' // Centre for Business Research, University of Cambridge, Working Paper No. 391, 2009.
49. Shleifer, A., R.W. Vishny. Large shareholders and corporate control // *Journal of Political Economy*, 1986, Vol. 94 (3), pp. 461-488.
50. Shleifer, A., R.W. Vishny. A survey of corporate governance // *Journal of Finance*, 1997, Vol. 52 (2), pp. 737-783.
51. Stiglbauer, M. Corporate Governance Berichterstattung und Unternehmenserfolg, Wiesbaden, Gabler, 2010.
52. Thomsen, S. A minimum theory of boards // *International Journal of Corporate Governance*, 2008, Vol. 1 (1), pp. 73-96.
53. Yermack, D. Do corporations award CEO stock options effectively? // *Journal of Financial Economics*, 1996, Vol. 39 (2-3), pp. 237-269.

Получено 12.03.2010

Перевод с англ. Калиновский К.